

中州期货 2021 年投资策略报告

油籽蛋白粕

低库存逻辑中期延续，油粕强弱转换或到下半年

已近岁末，回看 2020 年，这必定是不平凡的一年。全球经历前所未有的疫情挑战，各国政府纷纷放水救市，货币宽松下大宗商品常常同涨同跌；中美关系“斗而不破”，中国恢复大量采购美国农产品，促使美豆期末库存降至近年低位；粮食安全被重提，国家实施战略储备；全球多种油脂供应收缩，推动油脂走出多年未见牛市行情；国内生猪存栏恢复较快，豆粕挣扎在大供应和大需求之中；资金也在市场推波助澜，加大价格波动率。

预计 2020/21 年全球大豆低库存格局难缓解。USDA 预计美豆期末库存 1.75 亿蒲，在此库存水平下，全球需求对南美产量要求较高，若拉尼娜造成南美产量调降或上市推迟，将增加美豆压榨需求及延长出口窗口，库存或更加紧张，继续提振价格。

豆粕 2020/21 年继续面临高到港和高压榨压力，库存需要时间消化。短期 2-3 月到港略低或利于豆粕降库，中长期需看养殖恢复情况。目前生猪养殖利润仍处历史高位，补栏积极性强，预计 2021 年 5 月全国存栏量即可恢复至猪瘟前水平，后期产能将持续释放，带动养殖业整体利多豆粕消费。预计需求扩张下明年国内豆粕下方支撑较强，单边随美豆偏强震荡。

预计 2020/21 年全球棕榈油产量恢复，需求也从疫情中恢复，库存仍处较低水平，对一季度价格有支撑。但拉尼娜天气利于棕榈油增产，随着二季度棕榈油进入增产期，价格或承压。

国内豆油供应紧张局面短期难以缓解，5 月前库存维持低位，价格偏强。二季度后或有转折，一方面全球棕榈油产量恢复，另一方面油脂消费进入淡季，价格有回调压力。且豆粕需求扩张下大豆维持高压榨，豆油供应压力不减，政策收储结束后，豆油库存或累计。

总体看，预计 2021 年上半年油粕格局或转换，上半年油脂在低库存逻辑下支撑较强，豆粕库存需要消化，基差难有太大表现，单边看美豆。下半年全球棕榈油产量恢复和国内累库预期下，油脂有回调压力，而豆粕受益于养殖需求扩张下方有强支撑，油粕强弱或转变。

一、2020 年美豆行情回顾

2020 年美豆行情整体先抑后扬，大致可以分为三个阶段。

第一阶段是 1 月初到 4 月中旬，市场先后交易了美豆出口数据不佳和新冠疫情恐慌。虽然 1 月中旬中美已签订第一阶段协议，但一季度是南美出口季，美豆不具竞争优势，且市场对中国采购执行存疑，压制 CBOT 大豆价格走低。随后 2-4 月，全球陷入新冠疫情恐慌，金融市场大幅波动，美股多次熔断，原油暴跌，拖累美豆震荡下跌，并在 4 月 21 日日内走出年内低点 808 美分。

第二阶段是 4 月中旬至 8 月上旬，美豆价格反弹走高，底部抬升，但此阶段新作播种和生长顺利，限制涨幅。相对 2019 年，今年美豆在种植季初期可谓风调雨顺，播种进度连创五年新高，5-7 月雨水充沛，温度适宜，市场对新作单产潜力预估不断调高，至 8 月月报 USDA 将美豆新作单产预估调至 53.3 蒲的历史高位，压制美豆价格在 900 美分下方运行。

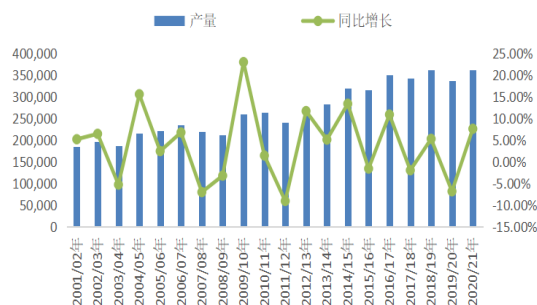
第三阶段是 8 月中旬至今，以美国中西部产区的干旱为起点，美豆展开了一波较大级别的反弹。8 月中旬开始以俄亥俄州为代表的美豆主产区先后经历了暴风和干旱袭击，市场对新作产量预估从高位不断调低。且随着南美大豆库存见底，中国采购转向美豆，南美新作播种期又遇干旱，进度较慢，多方因素叠加，CBOT 大豆快速走高，至 12 月中旬主力合约已涨至 1200 美分上方，较二季度低点上涨 51.5%。

二、2020/21 年全球大豆供需预估

(一) 2020/21 年全球大豆库存继续调降

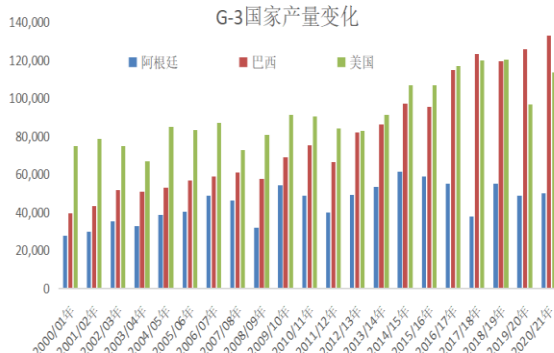
纵观过去 20 年全球大豆产量，发现其同比增长波动剧烈，虽然整体不断上扬，但过程并非一帆风顺。特别是最近 6-7 年，呈现明显增产—减产规律，即增产年份后必减产，而减产年份后也必增产，不会出现连续减产情况，且每次复产后的产量均高出前一轮产量高点。

近20年全球大豆产量及同比增长



数据来源：USDA 中州期货研究所

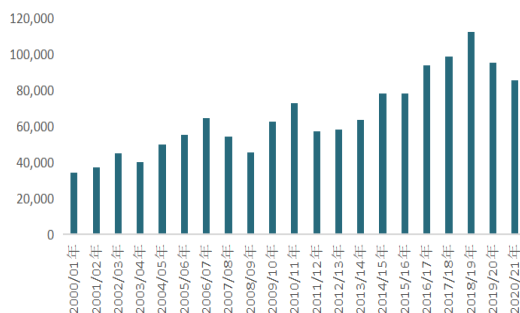
G-3国家产量变化



数据来源：USDA 中州期货研究所

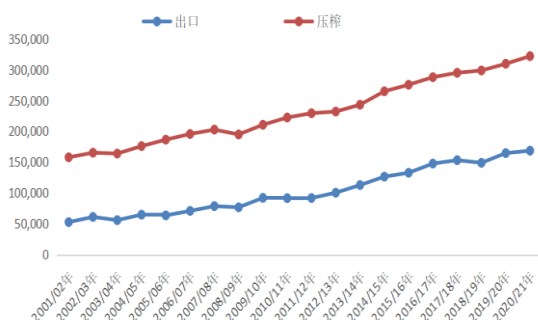
到了2020/21年，全球大豆产量恢复至3.62亿吨，同比增加2558万吨或7.6%，这是历史最高纪录。分国别来看，美豆产量增幅最大，巴西和阿根廷也有贡献。2019年美国产区暴雨几乎延续整个种植期，造成当年美豆产量大幅下降。2020年美豆在生长前、中期天气持续有利，8月以后的部分主产州干旱虽然造成产量预估较前期调低，但同比仍有较大增长，至1.13亿吨，同比增加1683万吨。巴西继续保持产量优势，2020/21年可达到创纪录的1.33亿吨，同比增加700万吨。阿根廷大豆产量在2020/21年也有120万吨的同比增长，总量可达到5000万吨。

近20年全球大豆期末库存变化



数据来源：USDA 中州期货研究所

最近20年全球大豆出口和压榨需求变化



数据来源：USDA 中州期货研究所

但全球大豆产量的大幅增加并未造成库存累计，2020/21年全球大豆库存预计降至8564万吨，同比下降982万吨或10.29%，这是连续第二年去库。库存减少一方面得益于期初库存的大幅下降，另一方面是全球压榨的连续增加。

从历史走势来看，全球大豆压榨除在2008/09年曾有过同比回撤外，最近20年均处于持续增长状态，至2020/21年全球大豆压榨总量可达到3.22亿吨，消耗新增产量的89%，同比增加

1237 万吨。分国家来看，压榨增量主要来自中国。USDA 预计 2020/21 年中国大豆压榨总量可达到 9900 万吨，同比增加 750 万吨或 7.6%，这或主要基于对中国养殖产能持续恢复的预估。

总体来看，到了 2020/21 年全球大豆供需继续收紧，在南美丰产的预估下维持去库，为全球大豆价格上涨提供了坚实基础。

（二）美豆价格存在上涨基础，下年度播种面积或增加

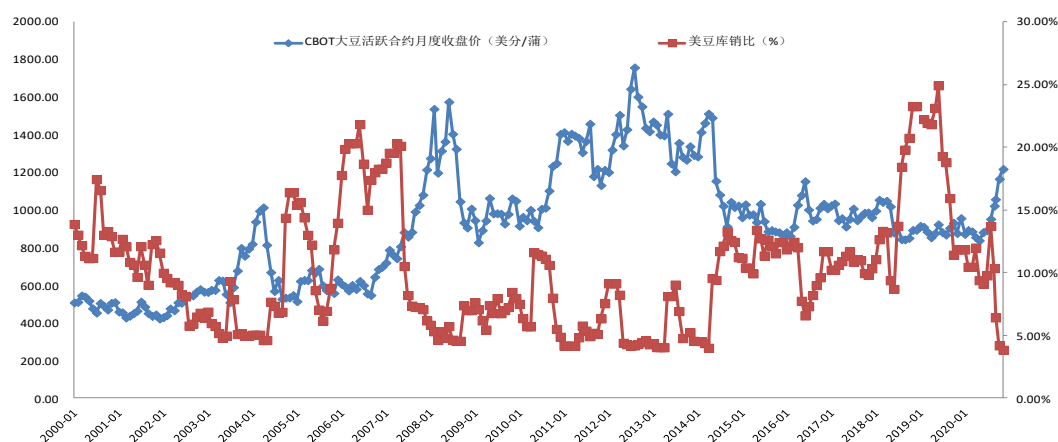
1.2020/21 年美豆期末库销比为近 20 年最低值

2020/21 市场年美豆供需平衡表								
单位：百万英亩	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
播种面积	83.5	83.5	83.8	83.8	83.8	83.1	83.1	83.1
收获面积	82.8	82.8	83	83	83	82.3	82.3	82.3
单产（蒲/英亩）	49.8	49.8	49.8	53.3	51.9	51.9	50.7	50.7
单位：百万蒲式耳								
期初库存	580	585	620	615	575	523	523	523
产量	4125	4125	4135	4425	4313	4268	4170	4170
进口	15	15	15	15	15	15	15	15
总供给	4720	4725	4770	5055	4903	4806	4709	4709
压榨	2130	2145	2160	2180	2180	2180	2180	2195
出口	2050	2050	2050	2125	2125	2200	2200	2200
种子	100	100	100	100	100	100	103	103
残值	35	35	35	40	38	36	35	35
总消费	4315	4330	4345	4445	4442	4516	4519	4534
期末库存	405	395	425	610	460	290	190	175
库销比	9.39%	9.12%	9.78%	13.72%	10.36%	6.42%	4.20%	3.86%

数据来源：USDA 中州期货研究所

从 2020 年美豆平衡表的调整看，8 月以后基于产区天气恶化以及国内压榨和出口需求好转，USDA 将美豆期末库存不断下调，12 月月报中调至 1.75 亿蒲或 476 万吨，库销比降至 3.86%，为最近 20 年来的最低值。

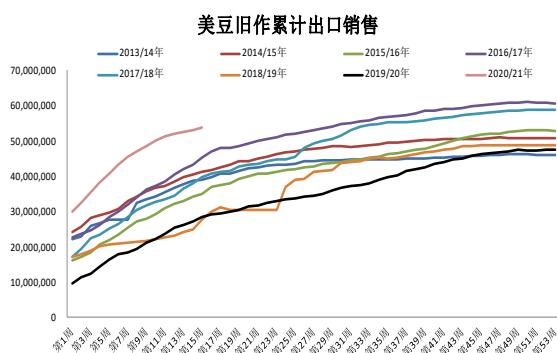
美豆库销比与CBOT大豆价格走势对比



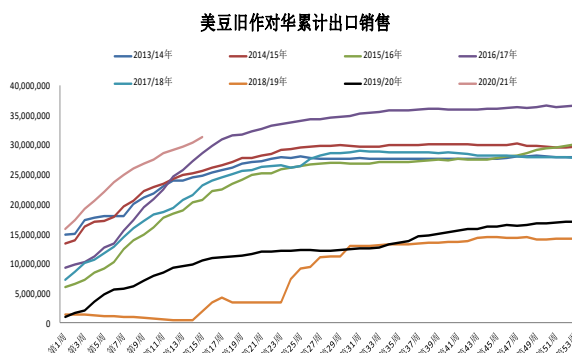
数据来源：USDA 中州期货研究所

通常在农产品中，库销比能最为直接的反应供需情况，2020/21 年美豆期末 3.86%的库销比意味着在 2021 年 8 月底前美豆的整体供需格局都处于非常紧张状态。而相对来看，目前 CBOT 大豆价格并不算高，这为后期上涨留出较大想象空间。

2.2020/21 年美豆出口进度为历史同期最快



数据来源：USDA 中州期货研究所

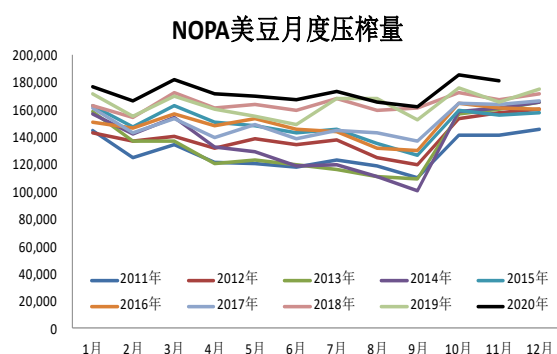


数据来源：USDA 中州期货研究所

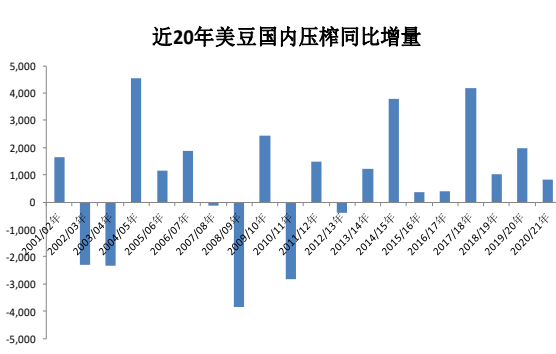
进入三季度以后因美豆给出压榨利润以及完成一阶段协议需要，中国开始大量采购美豆，推动 2020/21 年度美豆出口进度大幅提前。据 USDA 数据，截止 12 月 10 日 2020/21 年度美豆累计出口销售总量已经达到 5383 万吨，完成了年度出口目标的近 90%，其中对华销售 3127 万吨，占其销售总量的 58%。

在中美一阶段协议和南美存在天气炒作可能情况下，市场对美豆完成年度出口目标持有信心，甚至认为有上调空间，主要基于对南美播种延迟或造成收割出口延迟，有部分南美出口份额需转向美豆的考虑。

3.2020/21 年美豆压榨需求继续增加



数据来源：USDA 中州期货研究所



数据来源：USDA 中州期货研究所

近两年由于压榨利润高企，且豆粕出口需求较好，美豆的国内压榨量持续增加。从自然年度来看，2020 年美豆单月压榨量几乎均为历史同期最高，1-11 月压榨总量达到 18.99 亿蒲，同比增加 6.15%。从市场年度来看，2019/20 年美豆压榨数据已经表现亮眼，达到 20.39 亿蒲，同比增幅 3.6%。预计 2020/21 年美豆的高压榨需求还将持续，或达到 21.95 亿蒲，同比增幅 1.41%。

4. 预计 2021/22 年美豆种植面积同比增加

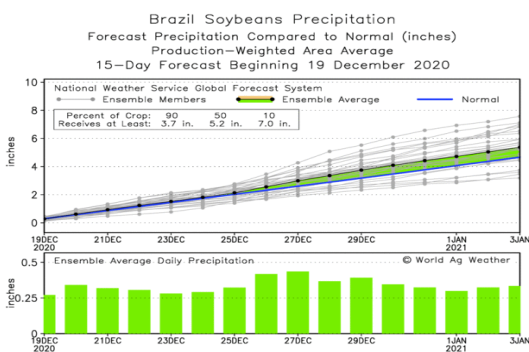
受中美贸易战中美豆出口需求大幅削减影响，最近两年 CBOT 大豆价格大多在 1000 美分下方低位运行，造成美国农民大豆种植积极性不高。2019 年又在生长期遇到恶劣天气，导致 2019/20 年美豆播种面积仅 7610 万英亩，2020/21 年虽略恢复至 8310 万英亩，但仍明显低于贸易战前 8920 万英亩的水平。

基于 2020 年美豆的出口、库存和比价情况来看，市场普遍认为 2021/22 年美豆播种面积同比将增加，有恢复到 2018/19 年水平可能。美国农业部预测 2021/22 年度美国农户将播种 9000 万英亩玉米和 8900 万英亩大豆。

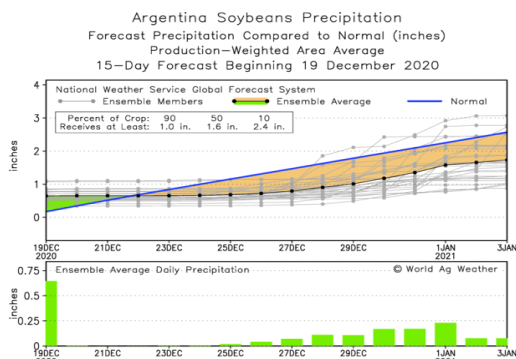
总体来说，基于目前美豆的低库存和中国需求恢复，市场对南美天气反应敏感，预计 2020/21 年美豆易涨难跌。

（三）南美天气是一季度市场交易重点

对于 2020/21 年南美产量，USDA 给出较高预估，巴西可达到 1.33 亿吨，为创纪录水平，阿根廷 5000 万吨，略低于前期预估。目前南美大豆播种几近结束，市场主要关注关键生长期和收割期天气变化对产量和出口节奏影响。



数据来源：中州期货研究所

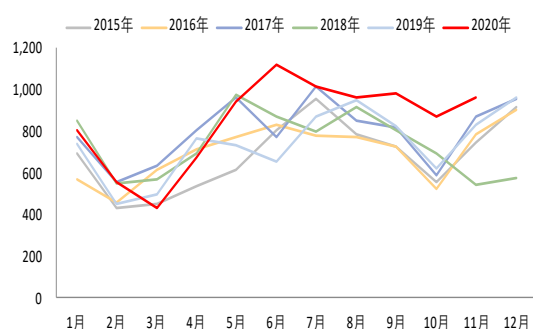


数据来源：中州期货研究所

专家表示，目前巴西大豆面积约有 20%处于生长压力之中，主产州马托格罗索和南马托格罗索的作物正在努力恢复生长。现在就去判定大豆减产的话仍为时尚早，需要等 12 月和 1 月份结束时才能更准确地预测巴西大豆的产量。巴西大豆主产州的天气最近几个月一直处在很不规则的情况，类似中部和南部轮流降雨的状态，但是这也在一定程度上补充了土壤水分，减少了作物压力。

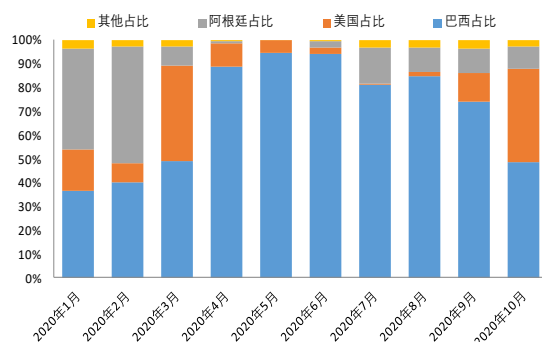
(四) 2020/21 年中国对进口大豆需求或创纪录

海关口径大豆月度到港量



数据来源：海关总署 中州期货研究所

各进口来源国大豆进口量占比



数据来源：海关总署 中州期货研究所

2020 年国内进口大豆数量明显增长，海关数据 1-11 月份中国共到港进口大豆 9280.35 万吨，同比增加 1385.47 万吨或 17.55%。据天下粮仓预计，12 月份国内进口大豆预报到港约 932.8 万吨，即全年进口大豆到港量可达到 1.02 亿吨，同比增加 1363 万吨，较前高 2017 年增加 661 万吨。从市场年度看，USDA 预估 2020/21 年中国大豆进口量达到 1 亿吨，同比增加 147 万吨。

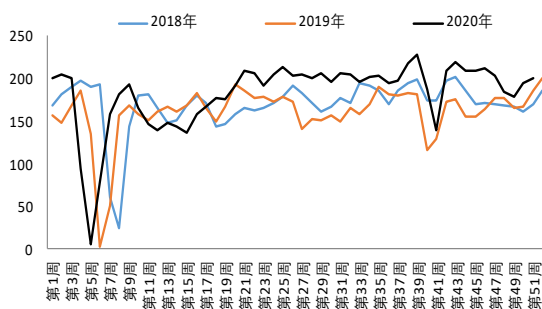
分国家来看，2020 年巴西仍是我国主要进口来源国，1-10 月中国从巴西进口大豆 6036 万吨，同比增加 1137 万吨或 23.22%。1-10 月中国从美国进口大豆 1401 万吨，同比增加 271 万吨或 24.01%。1-10 月份中国从阿根廷进口大豆 683 万吨，同比增加 75 万吨或 12.42%。

总体来看，2020/21 年全球大豆维持大供应大需求，继续去库节奏，价格下方支撑较强。但目前 CBOT 主力合约价格已至 1200 美分，低库存逻辑被交易，更大上涨空间需要南美天气给出。若 1-2 月关键生长期和收割期，拉尼娜气候影响下南美大豆产量和收割节奏受影响，或导致全球库存和美豆库存进一步调低，则美豆价格想象空间巨大。若后期南美天气一帆风顺，美豆缺乏进一步利好刺激，上方空间或有限。

三、2020/21 年中国豆粕供需分析

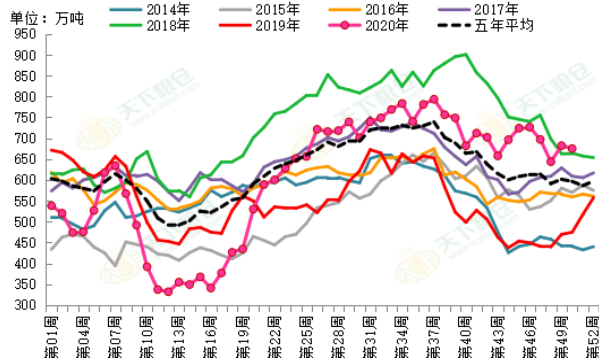
(一) 2020 年国内豆粕供需同增，基差偏弱

国内油厂周度大豆压榨量



数据来源：天下粮仓 中州期货研究所

2014-2020年全国大豆结转库存量周度趋势图

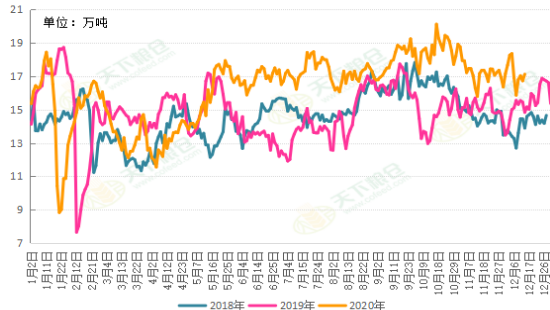


数据来源：天下粮仓 中州期货研究所

4 月以后随着进口大豆大量到港，国内油厂开机和压榨维持高位，5 月中旬至 12 月中旬期间国内进口大豆周度压榨量均值达到 201 万吨，同比增长近 20%。自然年度来看，2020 年全国大豆压榨总量可达到 9492 万吨，同比增加 1131 万吨或 13.54%。市场年度来看，10 月 1 日至 12 月中旬全国大豆压榨量 2214 万吨，同比增加 325 万吨或 17.22%。

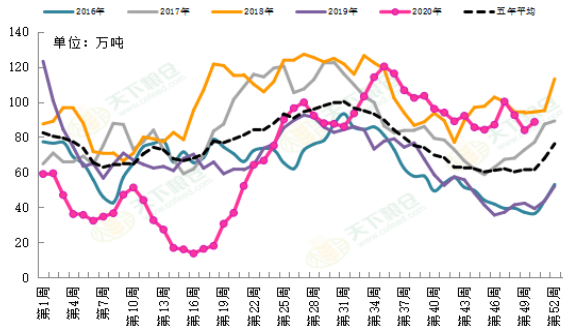
虽然压榨量大，但大到港下国内大豆库存同比仍处高位。截止 12 月中旬，全国油厂进口大豆总库存 630.84 万吨，周度环比降 0.88%，同比增 265.98 万吨或 72.90%。如加上主要港口贸易豆及可轮储进口豆，全国进口大豆库存达到 675.14 万吨，周度环比降 1.02%，同比增 200.74 万吨或 42.31%。

90家油厂豆粕提货量分年对比图



数据来源：天下粮仓 中州期货研究所

2016-2020年国内沿海豆粕结转库存周度趋势图



数据来源：天下粮仓 中州期货研究所

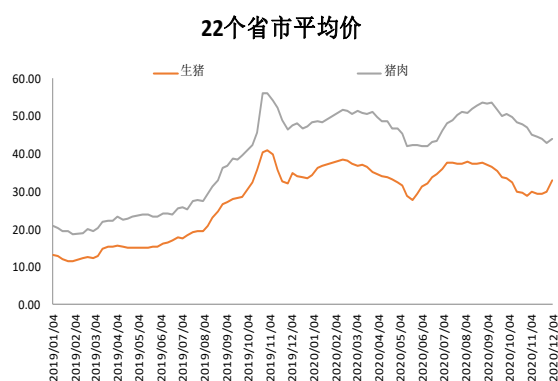
对应供应大增的是需求同样大增，受生猪存栏恢复带动，2020 年国内豆粕提货量也处近年高位。

截止 12 月中旬，全国 90 家油厂豆粕提货量 3758 万吨，较去年全年的 3570 万吨增 188 万吨或 5.26%。

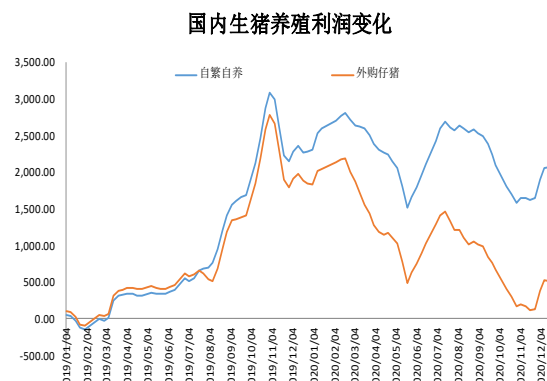
但二季度以后豆粕基差弱势运行，市场采购成交并不积极，库存压力仍较大。截止 12 月 11 日当周，国内沿海主要地区油厂豆粕库存 88.63 万吨，周度环比增 5.65%，同比增 126.09%。而伴随着年底前压榨量继续回升，预计豆粕库存或继续增加。

总体来看，2020 年国内豆粕现货整体处于大供应大需求格局当中，需求改善不及供应增加导致库存和基差压力较大，市场心态也偏悲观。

(二) 2021 年国内生猪产能将持续释放



数据来源：农业农村部 中州期货研究所

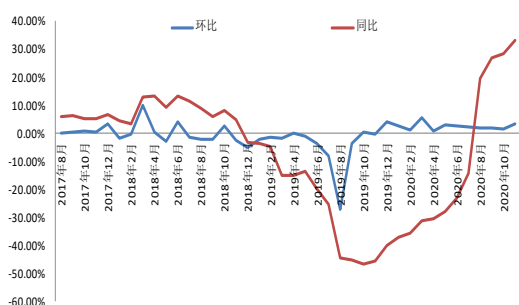


数据来源：农业农村部 中州期货研究所

猪瘟后国内生猪存栏快速下降，供应短期大减导致价格和养殖利润都出现一轮暴涨。2020 年国内生猪价格继续保持高位震荡，全年均价约在 35 元/公斤，猪肉均价可达到 48 元/公斤。自繁自养利润仍旧可观，10-11 月大滑坡后再次反弹至 2000 元/头水平。外购仔猪利润则较去年高点大幅回撤，至 12 月中旬在 500 元/头上下，但仍高于猪瘟前。

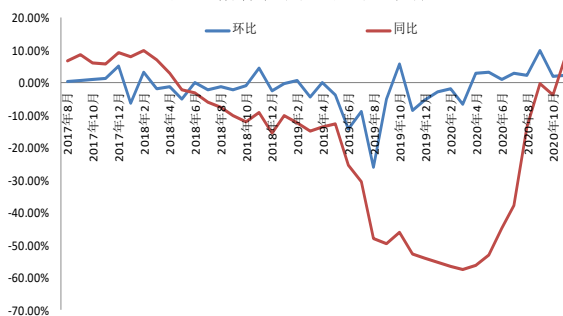
据农业农村部数据，截至 11 月末，全国能繁母猪存栏已连续 14 个月增长，生猪存栏已连续 10 个月增长，全国生猪存栏和能繁母猪存栏均已恢复到常年水平的 90% 以上。截止 11 月末全国能繁母猪存栏超过 4100 万头、生猪存栏超过 4 亿头，规模猪场新生仔猪超过 3100 万头，比年初增长 94.1%。全国规模猪场比年初增加 1.6 万家，散养户比年初增加 228 万户。按照 6 个月的育肥周期，明年下半年生猪出栏有可能达到正常年份水平，生猪供应将大幅改善。

全国能繁母猪存栏环比和同比变化



数据来源：中州期货研究所

全国生猪存栏同比和环比变化



数据来源：中州期货研究所

生猪存栏恢复对豆粕消费利好，但养殖利润收窄及超大猪比例减少将使豆粕消费增长无法与存栏增长比例对应。且今年禽类养殖利润大降甚至亏损，或抑制明年禽类存栏，禽料消费或有小幅下降。总体来看，2021 年在生猪产能持续释放背景下豆粕消费仍旧强劲，同比大概率继续增加，对现货价格有较强下方支撑。

四、2021 年度豆粕市场展望

对于美豆，基于目前产地库存情况，价格下方支撑较强，预计 2020/21 年度 CBOT 大豆 1000 美分以下难见到，总体以谨慎看多为主。上涨空间看南美，若关键生长期和收割期出现天气问题，美豆上方想象空间巨大，若风调雨顺，有回调压力。

对于豆粕，单边主要锚定美豆走成本支撑逻辑，因此也以偏多思路为主。且随着国内生猪复栏快速推进，猪料消费增加可帮助明年豆粕需求增幅达到 8% 左右，对价格支撑较强。但另一方面，从油厂采购进度和新增产能来看，预计明年国内压榨开机仍较高，基差难有太大表现。

<http://www.qhrb.com.cn/2020/1224/283620.shtml>

■免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为中州期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。